

首席经济评论

2022 下半年如何稳增长？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- **2022 年中国经济开局便面临不小的下行压力。**2021 年 12 月召开的中央经济工作会议精辟地概括为“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，并提出着力稳定宏观经济大盘、政策发力适当靠前的要求。2022 年 1 月央行便推出 20 个月来首次降息；3 月两会确定的广义财政预算赤字规模达到 9.74 万亿，向 2020 年水平靠拢；房地产、高耗能产业的紧缩性政策，不断转向放松。
- **然而，随着奥密克戎疫情的爆发，中国经济反而滑向失速。**3 月在广东、吉林等地疫情影响下，服务业生产指数就先行转负，我们估算 3 月中国实际 GDP 增速就已从 1-2 月的 6% 左右下滑到 1.8% 左右。4 月上海为中心的江浙沪地区爆发疫情，其 GDP 占到全国的约 1/5，直接导致 4 月主要增长指标大面积转负，估算实际 GDP 同比约为 -2.1%。5 月国内疫情明显降温，但防疫措施放松程度并不对称，工业增加值虽转为同比小幅正增，服务业却依然显著负增，我们估算实际 GDP 同比约为 -0.6%。
- 5 月底国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，推出财政政策进一步加力、前置和部分汽车购置税减半等 33 项措施。**6 月以来，高频数据反映的经济复苏加速迹象增多**，30 大中城市房地产销售、9 大城市地铁客运量、汽车轮胎开工率、水泥磨机运转率等指标都向去年同期水平接近，且从八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量来看，出口的韧性仍得以延续。根据我们估算，如果二季度要实现当季实际 GDP 正增长，则 6 月对应 GDP 同比增速只需达到 2.1% 左右，**从高频指标来看，6 月经济增长情况应好于 3 月，因此，二季度“正增长”的难度应不大。**
- **二季度中国经济转弱是“三重压力”相互叠加反馈的结果：**一是，去年监管叠加的冲击还在演绎。去年房地产领域监管政策叠加，已经使得房企和居民信心转弱，今年叠加疫情冲击后，房地产销售、投资下滑更加迅猛。当前中国经济下行压力很大一部分来自于房地产投资，可以说房地产不稳则中国经济不稳。二是，奥密克戎疫情对供需两端形成强冲击。包括对消费场景的压制（4 月上海社会消费品零售总额当月同比下降 48.3%），对生产和投资场景的压制（4 月工业增加值当月同比骤降至 -2.9%，作为稳增长重要依托的基建投资当月同比也从 3 月 11.8% 下滑至 4.3%），对出口增长的冲击（出口当月同比由 3 月的 14.6% 降至 4 月的 3.9%，为 2020 年 7 月以来最低），对房地产市场的下滑也起到了推波助澜的作用。

三是，居民和企业预期转弱的问题更为深刻。随着经济和就业市场的不确定性加大，居民部门预防性储蓄上升，挤压消费。央行城镇储户问卷调查结果显示，2022年一季度“更多储蓄占比”54.7%，是2002年三季度公布数据以来的最高值。企业部门的投资活动预期也快速转弱，长江商学院编制的BCI企业投资前瞻指数自2月高位（高于2012年3月以来77.5%的月份）下滑，5月已处于历史1.6%分位。

不同于2020年疫情冲击之后的经济复苏，当前中国经济复苏更加需要诉诸于新的需求增长点。下半年中国经济增长环境至少面临三方面不利因素：其一，随着欧美商品消费需求下降，出口面临从中速向低速回落的压力。而2020年出口是中国经济复苏的核心拉动力，2020-2021年中国出口的两年平均增速达到8.3%，显著超过2019年的1.3%，带动制造业投资、工业增加值成为主要经济指标中少有的，两年平均增速超过疫情前水平的领域。其二，房地产投资正努力止跌，5月房地产开发投资完成额当月同比仍然下降7.7%，考虑不含价格因素的房地产销售、新开工、土地购置面积等指标，当月同比下降幅度均超过30%。而2020年房地产投资“一枝独秀”地增长了7%。其三，从制造业上市公司的资本开支增速、工业企业产能利用率两项领先性指标来看，上半年制造业投资已呈见顶迹象。特别是，出口和房地产投资是2021年制造业投资重要的需求来源，根据我们测算，以2019年为基准，高出口依赖型行业的投资贡献了2021年制造业投资增量的64%，受房地产影响较大的金属矿物、黑色金属两个行业合计贡献了20.9%。

基于此，下半年中国经济复苏或将经历“分层递进”的过程。第一层是，疫情冲击的恢复——消费复苏、生产重启。这在5月的工业增加值同比转正、商品消费同比降幅显著收窄、基建投资增速明显反弹中，已得到初步体现，6月随着疫情防控压力下降，此前受场景限制的餐饮消费和生产活动或将呈现“深蹲反弹”。第二层是，政策发力起效，带来新的需求增长点。包括：房地产销售到投资的依次企稳回升；基建投资的持续发力；汽车和家电消费的激发。这意味着下半年中国经济复苏的节奏，将在很大程度上取决于政策力度的强弱。第三层是，预期层面的好转，决定增长内生动能的启动，即消费进一步全局性增长、制造业投资企稳回升。对企业的减税退税、再贷款信贷政策、鼓励消费等结构性政策能够减弱资产负债表受损的程度，但很难跨越前两个层次有效发挥稳增长作用。

考虑到政策难以主导外需的变化，下半年经济复苏的空间在很大程度上取决于第一层次和第二层次的张力，重点关注以下几个政策方向。一是，在统筹疫情防控与经济增长上，采取更加务实、有效的方式。这是下半年经济复苏最大的前提。二是，房地产政策松绑的“扩面”。包括，更大程度地满足房地产企业开发贷款需求（譬如适度放松“三道红线”、房贷集中度管理的试点要求）；更多一线和强二线城市调整限购、限售、限贷规则；继续引导银行下调个人按揭贷款利率（当前个人住房贷款利率的LPR加点仍处于历史高位）。三是，基建配套融资难题能否破解。在隐性债务监管约束下，可能考虑通过特别国债直接对接重大项目，解决资金缺口问题。如果能够探索将专项债对接项目的收益考核，从单纯的现金流回报拓宽至综合收益，则专项债对基建投资的支持有望显著增强。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033